

Stručni rad

UDK: 336.714(049.3)

Datum primitka članka u uredništvo: 8. 4. 2018.

Datum slanja članka na recenziju: 17. 4. 2018.

Datum prihvatanja članka za objavu: 5. 6. 2018.

**Dr. sc. Miroslav Ilić**

## **PRIKAZ KNJIGE**

### **Hedge Funds: STRUCTURE, STRATEGIES, AND PERFORMANCE**

Urednici: **H. Kent Baker i Greg Filbeck te suradnici**

Izdavač: **Oxford University Press**

Mjesto i godina izdanja: **New York, 2017.**

Broj stranica: **696**

ISBN: **978-0190607371**

Područje hedge fondova obuhvaća područje investicija i financijskih institucija koje je tek djelomično poznato u znanstvenoj i stručnoj javnosti unatoč svome značaju i obujmu poslovanja. To je, između ostaloga, uvjetovano privatnom prirodom tih ulaganja kao i stalnim promjenama u realnome okruženju i financijskome sustavu što posebno utječe na potencijal tih fondova. Također, hedge fondovi su po svojoj prirodi rada i poslovanja, ali i zbog regulatornih razloga, vrlo zatvoreni te je vrlo malo informacija o njima raspoloživo u širem smislu. Unutar samih fondova se događaju značajne promjene u njihovom relativnom rezultatu što je uvjetovano unutarnjim poslovnim faktorima i posebice načinu upravljanja fondova. Dinamika različitih promjena dodatno otežava upravljačke procese fondova s obzirom na ograničen izbor faktora koji se pri tome mogu kvantificirati, predvidjeti ili u nekome obliku pobliže definirati. Također, na samoj ljestvici najuspješnijih fondova i njihovoga relativnog uspjeha postoje promjene, što posebno ukazuje na kontinuitet promjena i potrebu sa stalnim promjenama poslovanja tih fondova, što nije nimalo jednostavno.

Hedge fondovi unatoč različitim modalitetima djelovanja, kao i ponekad nepovoljnim pokazateljima, imaju vrlo važnu i rastuću ulogu u financijskome sustavu. Posebno u kontekstu da su oni spremni preuzeti poslovne rizike i osigurati likvidnost neke imovine kada to drugi subjekti na tržištu nisu. Time fondovi suprotno preduvjerenjima stabiliziraju rizike na tržištima, možebitno ih prenose, a ne da ih samo dodatno povećavaju. Također, pretpostavlja se da hedge fondovi imaju veće selekcijske sposobnosti za ostvarenjem većih povrata, ali uz možebitno uvažavanje rizika. Današnje razdoblje relativno niskih kamatnih stopa i akumuliranog kapitala na nekim instancama u globalnoj ekonomiji dodatno potiče ulaganja u hedge fondove, posebno onih kategorija ulagača koji su spremni i mogu preuzeti viši rizik. Upravo proces upravljanja rizikom kod hedge fondova je esencijalan za ostvarenje poslovnog rezultata i smanjenje rizika s kojime su ovi fondovi posebno određeni. U uspostavi kvalitetnoga upravljačkog investicijskog okvira hedge fondova posebno je važan

individualni doprinos, investicijska ideja i sposobnost procjene investicija od strane uprave fonda.

Knjiga „*Hedge Funds: Structure, Strategies, and Performance*“ predstavlja novo izdanje koje na sustavan način namjerava prikazati vrlo važno područje hedge fondova u financijama. Knjiga je koncipirana sa šest velikih dijelova i pripadnih potpoglavlja pri čijoj je izradi sudjelovao niz autora s akademskom i poslovnom pozadinom. Knjiga kroz poglavlja obuhvaća značajne teorijske koncepte kao i pokazatelje iz prakse. Između ostaloga, cilj knjige je približiti tematiku hedge fondova široj znanstvenoj i stručnoj javnosti te možebitno otkloniti neka preduvjerenja o ovoj kategoriji imovine. Knjiga je koncipirana kroz akademski i teorijski konceptualan pristup sa zanimljivim izborom pokazatelja, podataka i empirijskih istraživanja. Dan je poseban naglasak na detalje koji će povećati razumijevanje ove složene i nedovoljno istražene kategorije investicija. Knjiga ima pristup i opseg znanja koji će biti adekvatan za različite potrebe od temeljnog upoznavanja s područjem do analize složenijih dijelova procesa vođenja fonda. To je značajno s obzirom da je znanje o hedge fondovima vrlo često djelomično s obzirom na ograničene izvore i postoji potreba za njegovom stalnom dopunom.

Prvi dio knjige počinje s uvodom u područje hedge fondova s definiranjem nekih uvodnih pojmova kao i prikazivanjem tih fondova s obzirom na rast interesa ulagača i kraći povijesni kontekst. U nastavku se razmatra osnovni koncept ekonomike hedge fondova. Također se u ovome dijelu knjige razmatra životni ciklus hedge fondova, što je bitno radi koncepta usklađivanja svih novčanih tokova ulaganja fonda i planiranja. Iduće poglavlje knjige je posvećeno ekonomici fondova i izboru nekoliko mehanizama i paradigmi koje mogu utjecati na vođenje i motive hedge fondova. Prikazana je statistika nekih globalno velikih fondova i, između ostaloga, razmatraju se teorijski mehanizmi koji utječu na upravljanje fondova kao principal-agent teorija, teorija prilagodljivih tržišta i faktorska teorija. Iduće poglavlje je posvećeno životnom ciklusu hedge fondova. Poglavlje, između ostaloga, na empirijski način razmatra dinamiku pojedinih fondova koristeći izabrane pokazatelje i podatke. Razmatraju se faktori dugoročne dinamike konkurentnosti fondova. Ograničen izbor podataka ograničava istraživanje. Autori ističu prema istraživanju i ranije poznatu činjenicu da performanse fonda nisu linearna funkcija s obzirom na veličinu fonda. Takav rezultat može biti očekivan s obzirom da veličina fonda ne jamči postojanje dovoljno ulagačkih prilika kao ni adekvatnih upravljačkih mehanizama. Autori sugeriraju da može postojati optimalna veličina fonda s obzirom na dinamiku novčanih tokova i konkurenciju, ali analiza ipak ne uzima u obzir oportune i reputacijske učinke managementa fondova. Posebno ističe učinak konkurencije fondova s istim strategijama ulaganja. To je u današnje vrijeme neizbježno zbog dostupnosti informacija, ali i raznih osobnih kontakata na nekom financijskom tržištu. Ovaj dio knjige završava razmatranjem nekih pretpostavki i faktora koji bi mogli biti važni za uspješno vođenje tih fondova. Posebno se raspravlja važnost osobnih karakteristika managera hedge fondova kao faktora uspjeha i društvenog kapitala.

Drugi dio knjige razmatra strukture hedge fondova, posebno u institucionalnome i poslovnome smislu. Započinje s razmatranjem osnovne organizacije strukture fondova kao investicijskih partnerstava te pregledom globalne regulative hedge fondova, uz kratki pregled značajnijih regulatornih okvira. Posebno se prikazuju formalni kriteriji za rad fondova po regulatornim okvirima. Nadalje se u idućem poglavlju razmatra okvir upravljanja hedge fondova uz naglasak na povećanje odgovornosti i kvalitete poslovnog upravljanja s obzirom

na izabrane pokazatelje koji ipak ne daju potpunu sliku kvalitete upravljanja. Autori razmatraju važnost nezavisnih direktora u fondovima. Ipak potencijal promjene upravljačkih struktura je ograničen s obzirom na privatnu prirodu ulaganja. Iduće poglavlje razmatra i daje prikaz istraživanja vezanih uz tzv. aktivističke hedge fondove i njihovu dinamiku rezultata. Ti fondovi su spremni preuzeti manje dioničke pakete u ciljanim poduzećima i inzistirati na različitim promjenama u tim poduzećima s ciljem povećanja vrijednosti. Iako takav pristup nije popularan za neke strukture poduzeća, često može potaknuti povoljne promjene u poduzeću. U idućemu poglavlju razmatra se porezni okvir hedge fondova i povezan način strukturiranja investicija uz aktualne promjene i važne lokacije aktivnosti. U nastavku se razmatraju mehanizmi kompenzacije hedge fondova, posebno u kontekstu standardne tzv. 2/20 strukture, kao i drugi mehanizmi koji utječu na naknade za upravljanje, posebno s obzirom na performanse fondova u ekonomskim ciklusima. Takve promjene su motivirane željom investitora, ali ipak uz vrlo ograničene mogućnosti s obzirom na nejednak interes investitora za pojedinim fondovima, kao i nedostatak kvalitetnih fondova. Time ulagači dolaze u veliku konkurenciju za uložiti u neki bolji fond što im posebno smanjuje pregovaračke mogućnosti. Autori u ovome poglavlju ističu da su promjene odnosa dobiti i naknada za upravljanje češće nego što se ranije smatralo u odnosu na uobičajenu praksu. To je u skladu s visokoprivatnom strukturom ovih ulaganja. Zadnje poglavlje u ovome dijelu knjige posvećeno je tzv. offshore hedge fondovima, koji posluju u izabranim jurisdikcijama radi posebno povoljnih uvjeta poslovanja. Ta kategorija fondova je pogodna za ulagače i ima značajan obujam imovine. Daje se razmjerno obuhvatan komparativni okvir različitih mogućnosti fondova, između ostaloga, s obzirom na lokaciju, performanse, zahtjeve međunarodnoga ulaganja i ukupne efikasnosti.

Treći dio knjige obrađuje strategije hedge fondova kao važne, ako ne i najvažnije odrednice poslovanja hedge fondova. Pri tome su obuhvaćene najpoznatije strategije fondova. Prvo poglavlje ovoga dijela knjige teoretski razmatra tzv. direkcijske strategije ulaganja fondova u dionice i kapital s izborom podvrsta i primjera. Pri tome autori prikazuju značaj izloženosti pojedinoj vrsti imovine ili sektoru kao i važnost usklađenja izloženosti za pripadni beta koeficijent te značaj diversifikacije. U poglavlju su dani značajni i zanimljivi statistički pokazatelji. U idućem poglavlju razmatra se strategija fondova koji ulažu vezano uz neki poslovni događaj (eng. *Event driven hedge funds*) s podvrstama vezanim uz ulagački aktivizam, spajanja i preuzimanja te ulaganja u imovinu u problemima ili neke državne obveznice sa značajnim primjerima. Autori ističu važnost i različitost potencijalne ne-koreliranosti s drugim kategorijama imovine za ulagače, iako se ne ističe rizik procjene ulaganja kao i budućega toka stvari. Sljedeće poglavlje je posvećeno fondovima koji ulažu u valute i derivate, posebno one vezane uz financijska tržišta i različite makroekonomske pokazatelje. Razmatra se i prikazuje mehanizam selekcije investicija. Sljedeće poglavlje razmatra strategije ulaganja hedge fondova temeljene na arbitraži ili relativnoj vrijednosti, posebice s obzirom na različite cijene iste kategorije imovine na različitim tržištima ili na anticipiran porast vrijednosti podcijenjene imovine prema fundamentalnoj. Autori izlažu neka načela konstrukcije i procjene portfelja s obzirom na očekivani rizik i tržišna kretanja te prikazuju zanimljive i jednostavne primjere. Također, prikazuje se učinak financijske poluge da se povećaju povrati fondova, iako se dovoljno ne ističe pripadni rizik. Zadnje poglavlje u ovome dijelu knjige razmatra multi-strategijske fondove, što je značajno s obzirom na to da se značajna društva za upravljanje fondovima temelje na više strategija kako bi imali više poslovnih prilika, ali i diversificirali ulaganja. U poglavlju je predstavljena i značajna empi-

rijska analiza, prema kojoj fondovi temeljeni na multistrategijama imaju značajne prednosti za investitore kroz duže razdoblje, što je i očekivano s obzirom na važnost diversifikacije.

Četvrti dio knjige je posvećen riziku i regulaciji hedge fondova. Prvo poglavlje u ovome dijelu knjige je vezano uz mjerenja i upravljanje rizikom kod tih fondova, ponajprije na tehničkoj i statističkoj razini uz pripadne pokazatelje. Između ostaloga, putem korelacija, VaR metode, faktorskih modela kao i dodatnih statističkih metoda na razini portfelja. Autori razmatraju i neke individualne pokazatelje fonda kao indikaciju rizika. Iduće poglavlje razmatra potencijalno važan, ali nedovoljno istražen potencijal sistemskoga rizika hedge fondova. Razmatra se dinamika hedge fondova u razdoblju oko globalne financijske krize kao i teoretski potencijalni mehanizmi utjecaja fondova na sistemski rizik. Ipak ne daje se definitivan zaključak, posebno ne onaj koji bi potvrdio postojanje značajnog sistemskog rizika za ovu kategoriju imovine. Iduće poglavlje razmatra operativne rizike hedge fondova koji su zapravo najznačajniji za postizanje poslovnog rezultata i smanjenje ukupnog poslovnog rizika. Autori daju jednostavan prikaz kategorija operativnog rizika i mogućih negativnih implikacija, posebno po važnim kategorijama. Iduće poglavlje razmatra ništa manje važan proces dubinskog snimanja hedge fondova koji bi trebao pomoći kvalitetnom procesu izbora fondova i postizanja poslovnog rezultata. U poglavlju se ističu kategorije faktora kao i struktura poslovanja fonda na koje bi investitori trebali obratiti pozornost pri procjeni investicija. Takav strukturiran pristup postoji već na razini velikih institucionalnih ulagača koji imaju svoje postupke analize. Zadnje poglavlje u ovome dijelu razmatra regulaciju hedge fondova s posebnim osvrtom na dosadašnji razvoj regulacije i najnovije reforme koje mogu povećati krug ulagača u neke dosada regulirane kategorije fondova.

Peti dio knjige je vezan uz vrednovanje i analizu performansi hedge fondova. Prvo poglavlje razmatra ograničenja i poteškoće pri analizi investicija s obzirom na malu dostupnost podataka ove privatne kategorije fondova, razlike u bazama podataka i nehomogenost fondova. Iduće poglavlje razmatra složenije modele vrednovanja potencijala investiranja fondova i povezanog rizika na teoretskoj razini. Poseban je naglasak vezan uz postizanje performansi na razini fonda i pojedinih investicija. Iduće poglavlje posvećeno je vrednovanju performansi hedge fondova te se prema autoru analiza fondova može vršiti prema više različitih kriterija u širem smislu, a ne samo prema jednostavnom nominalnom povratu. Pri tome je značajno uvažavanje različitih složenih tehničkih pokazatelja kvalitete kao i različitih načina vlastitog izvještavanja fondova. Iduće poglavlje razmatra utjecaj nedavne financijske krize s obzirom na potencijal diversifikacije ulaganja u hedge fondove. Autori ističu već poznate razlike između performansi pojedinih fondova s izborom podataka i kvantitativnom analizom te naglašavaju da ulaganja u hedge fondove nisu u svakom razdoblju omogućila diversifikaciju ulaganja. Rezultati se mogu relativizirati s obzirom na selekciju fondova i izabrani uzorak. Sljedeće poglavlje razmatra mogućnost replikacije tehnike ulaganja hedge fondova. Pristup u poglavlju je ograničen na konceptualni okvir i tehničke faktore koji bi prema autorima utjecali na selekcijski proces investicija kod fondova, bez uvažavanja individualnih svojstvenosti svakog fonda u širem smislu. Iduće poglavlje razmatra općenitu ustrajnost fondova u postizanju performansi na duži rok uz pregled literature i empirijsku analizu. To može biti značajno za dugoročnu selekciju fondova. Ovaj dio knjige završava razmatranjem mjera performansi fondova i razmatranjem relativnih rezultata različitih kategorija fondova kroz vrijeme s analizom podataka.

Šesti i zadnji dio knjige posvećen je trenutnim otvorenim pitanjima ove grane fondova i budućim trendovima. Ističe se značaj otvorenih pitanja poput redefiniranja raspodjele dobiti, kvalitete izvještavanja i izračuna povrata na investicije, regulatornih promjena i zaštite ulagača kao i korištenja financijske poluge što implicira rizik. U poglavlju se iznose budući trendovi koji su očekivani, između ostaloga, kao značajan rast imovine ovih fondova, povećanje alokacija različitih kategorija velikih ulagača, volatilnost financijskih tržišta, tendencije smanjenja troškova kao različite perspektive fondova s obzirom na veličinu.

Uz kvalitetan teorijski pristup i određen aplikativni potencijal knjiga daje kvalitetne smjernice za analizu ove manje poznate, ali vrlo aktualne grane fondova. U knjizi se daje dodatan doprinos za otvorena pitanja koja nemaju definitivan odgovor, ali imaju dobar teorijski koncept. U sklopu knjige postoji i katalog pitanja koji bi trebao olakšati obrazovni pristup knjige. To je važno i u kontekstu domaćih financijskih tržišta gdje su ova ulaganja gotovo nerazvijena. Aplikativni potencijal se razlikuje između poglavlja s obzirom na različita težišta i pristup analizi. Stvaran potencijal izvedbe pojedinih faktora fondova je visoko determiniran individualnom izvedbom fonda, neovisno o teorijskim pretpostavkama. U knjizi se ipak ne ulazi dovoljno duboko, ako bi to uopće bilo moguće, u individualne funkcionalne i operativne aspekte tih fondova, koji ipak nisu široko poznati i visoko su individualno određeni. Razmatranja iz ove knjige mogla bi pomoći konceptualnom ostvarenju suvremenog okvira ulaganja s više različitih mogućnosti kao i optimiranjem omjera povrata i rizika investicija. Nedovoljna informiranost i ponekad medijski publicitet utjecali su na stvaranje preduvjerena i iskrivljene slike o ovoj vrsti fondova.

Ova knjiga je potencijalno zanimljiva svima sa širokim interesom za financije i ovu kategoriju imovine, posebice u financijskom sektoru i akademskoj zajednici. Važno je istaknuti da i ova knjiga, između ostaloga, ukazuje na nedovoljno poznatu činjenicu da hedge fondovi nisu homogena kategorija, već da postoje vrlo velike razlike između pojedinih fondova. To je značajno po svim poslovnim pokazateljima fondova, čak i onima manje istaknutima. To ukazuje na važnost selekcijskoga procesa fondova pri čemu je potrebno dodatno znanje. Rad na knjizi je koncipiran iz različitih perspektiva kroz poglavlja, posebice iz aspekta selekcije pokazatelja u pojedinim poglavljima. Knjiga ima potencijal primjene u akademskom krugu i različitom obrazovnom procesu kao i značajan aplikativni potencijal. S obzirom na razmjerno mali broj izdanja koja na cjelovit način obrađuju područje tih fondova te još manji broj aktualnih izdanja, knjiga ima dodatnu vrijednost. Ubrzana dinamika promjena hedge fondova naglašava pitanje aktualnosti istraživanja.